

法政大学学術機関リポジトリ

HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

## 「バジヨット・ルール」の可能性

著者	藤川 昌弘
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	75
号	1
ページ	87-120
発行年	2007-07-25
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10114/1640">http://hdl.handle.net/10114/1640</a>

# 「バジヨット・ルール」の可能性

藤 川 昌 弘

## 目 次

- (1) 国際通貨秩序の7つの類型
- (2) バジヨットのルール
- (3) 受動的不胎化
- (4) 相場変動の有無 対 金兌換可能性の有無
- (5) 国際資産と国内資産の逆行的増減
- (6) マイケリー命題のコンテキスト
- (7) 両資産並行的増減としての「ゲームのルール」
- (8) 金融政策応諾としての「ゲームのルール」
- (9) 国際収支目標の優先順位
- (10) 民間銀行の準備調整行動

## (1) 国際通貨秩序の7つの類型

R.I.マッキノンの「ゲームのルール：歴史的見地における国際通貨」という著作は、「国際通貨秩序 (International Monetary Order)」を、次の7つの歴史的類型に分類する<sup>1)</sup>。

「1. 国際金本位 1879—1913年」

- 「2. 1945年のブレトンウッズ協定：協定の精神」
- 「3. 固定相場ドル本位 1950—1970年」
- 「4. 変動相場ドル本位 1973—1984年」
- 「5. ドル為替相場に対するプラザ＝ルーブル介入合意 1985—1992年」
- 「6. 1979年の欧州通貨制度（EMS）：協約の精神」
- 「7. 拡大ドイスマルク圏としての欧州通貨制度：1979—1992年」

各類型を特徴づける6～10個の——最後の第7ボックスのみは15個の——「ルール」と呼ばれる短い命題が、「ルール・ボックス」と呼ばれる箱の中に収められている。各ルールは、それぞれの歴史的時代を特徴づけるうえで、著者の観点からは十分な「頑健性 robustness」を持つものとされる。ルールの主題に厳密な統一性があるわけではないが、為替相場目標・公的準備保有・交換可能性公約・国内貨幣政策調整・物価水準アンカーなどが、各類型を比較するための基準として採用されている。著者の目的は、歴史上の「国際通貨制度（International Monetary System）」が、例えば貿易や資本配分を成功裡に促進したかとか、インフレーションやデフレーションをうまく回避しえたのかなどの、その働き（working）を具体的に検討することにあるのではない。オーダーとシステムは、憲法とその作用様式（modus operandi）としての政治・選挙制度のような関係にあるという。目的はあくまでも、国際通貨システムがそのもとで作動するところの枠組や環境としての、国際通貨オーダーの比較検討にある。選挙制度ではなく、憲法に関心がある。各時代を支配する「ルール」の存在理由も、夫々の歴史的な相違点と類似点を見ることで分かり易くなる、とするのであった<sup>2)</sup>。

ブレトンウッズ時代の大部分は、こうして類型化された「国際通貨秩序」の第2・第3ボックスの諸ルールで総括される。第3ボックスのルールについては、策定の判断基準として、この「固定相場ドル本位」と規定された1950—1970年期に、ゲームが実際にどのように行われたかを描写すること、そして仮に固定相場ドル本位が1970年以降も永久に存続していたとす

るならば、必要かつ十分だったであろう条件を映すこと——この2点が挙げられている<sup>3)</sup>。その第3ボックスの中に、10項目のルールの第5番目として、「バジヨットのルール」なるものがある。本稿の課題は、それがどのような意味で「ルール」たりうるのか、そもそもこの「ルール」は成立するのだろうか——という問いに答えることである。第1ボックス「国際金本位 1879—1913年」の中にも、第4ルールとして「バジヨットのルール」が置かれているが、それは本稿の対象ではない<sup>4)</sup>。

## (2) バジヨットのルール

課題を検討する必要上、以下に第3ボックスの全体を採録する。

「米国以外の工業諸国は

1. 米ドルを価値標準<sup>ニユーメーラール</sup>として自国通貨の平価<sup>パーヴァリティー</sup>を固定し、為替相場を常にこの平価の上下1%以内に収める。
2. 経常勘定支払いのための通貨の交換性は制限しない。国内金融市場を隔離するために資本規制は行うが、自由化を開始する。
3. ドルを介入通貨として使用するとともに、公的為替準備を米国財務省債で保有し、いつも使える状態にしておく。
4. 長期における国内貨幣供給の成長を、固定為替相場と米国で優勢な（貿易財の）物価上昇率とに従って定める。
5. 為替準備が短期的にかなりの喪失を蒙ったときには、中央銀行が国内資産を買い取ることでそれを相殺し、国内諸銀行の流動性と貨幣供給を部分的に回復させる（バジヨットのルール）。
6. 各国財政政策（政府純貯蓄<sup>フィスカル・ポリシー</sup>）を、民間部門における貯蓄・投資のイムバランス<sup>イム・バランス</sup>の不均衡を相殺すべく調整することによって、経常勘定のイムバランス<sup>イム・バランス</sup>を抑制する。

米国は

7. 外国為替においては、受け身に留まる。すなわち自由貿易を実践し、

国際収支にも為替相場にも目標を持たない。巨額の公的外国為替準備を保有せず、他国の外国為替介入が自国に及ぼす貨幣的影響を、(受動的に)不胎化する。

8. 借り手および預金者としての、外国の政府と民間部門居住者に対して、自国の資本市場を開放し続ける。
9. 国際的な(ドル建て資産の)純債権者としての地位を維持し、財政赤字を抑制する。
10. 国内信用拡張に基づくところの、アメリカ独自に選択された金融政策を通して、貿易財のドル(世界)価格水準を繫錨する<sup>5)</sup>。」

ルール・ボックス3の組立ては、ブレトンウッズ時代におけるアメリカとそれ以外の工業諸国との相違を際立たせるトーンで、描かれている。非アメリカ諸国当局がドルで外国為替準備を保有し、それを使って外国為替市場における需給のアンバランスを均し、もって対ドル為替レートを平価の1%以内に安定化させようとするのに対して、アメリカ当局は外国為替準備を大量に保有せず、外為市場への介入も行わない。前者の市場対応が能動的だとすれば、後者は受動的である、…等々(ルール1・2・3対ルール7)。ところが金融政策については、能動・受動が逆転する。アメリカは独自の金融政策を採って国内マネーサプライと、それを通ずる貿易財の価格水準とを決めうるが、非アメリカ諸国当局の金融政策は対ドル・レート安定化のための介入によって制約される。彼等の長期的な国内マネーサプライ・トレンドは、アメリカの金融政策に発する世界物価水準から大きく乖離することができない。長期の乖離は外為市場のアンバランスに繋がり、介入によるマネーサプライ変動を惹き起すからである(ルール10対ルール4)。

ところが、第5の「バジョットのルール」については、一見、このような非対称の関係は設定されていないかのように読める。アメリカについての対応項目を第7から第10ルールまでの中に見るとすれば、第7ルールの

後半「他国の外国為替介入が自国に及ぼす貨幣的影響を、(受動的に) 不胎化する」という部分が、それに当たることになろう。だが、「(受動的に) 不胎化する」とは、どういう意味なのか。とりあえず文面だけを辿れば、非アメリカ諸国当局が国際資産の減少を国内資産の増大で相殺し、マネーサプライ変動を平準化しようとするのと同様に、アメリカにもマネーサプライの平準化現象が見られるけれども、しかしそれは当局が意図的に行ったものではない——という筋が浮かぶ。が勿論、これだけでは「他国の外国為替介入が自国に及ぼす貨幣的影響」という文言との関係が、不明のままに残る。

### (3) 受動的な不胎化

本文の中でこの点を敷衍したと解せるのが、第3ルールが内包する重要な特徴として挙げられた次の説明である。——「外国中央諸銀行がドル為替準備を蓄積したり取崩したりしても、アメリカのマネタリーベースには影響がないだろう。外国が保有する「非貨幣の」米国財務省債が変化するだけだろう。それ故に外国の中央銀行による為替介入は、「受動的に」あるいは自動的に不胎化され、アメリカのマネーサプライは変化しなかった。…外国のマネーサプライは、外国諸政府による為替介入によって、確かに影響を受けたが、第7ルールに映されているように、アメリカのマネーサプライは影響を受けなかったのである<sup>6)</sup>」という<sup>6)</sup>。

このままではどう敷衍したかが分かりにくいので、アメリカの（例えば輸入業者のような）民間非銀行部門の経済主体が、外国の（例えば輸出業者のような）民間非銀行部門の経済主体に対して、ドル建て民間銀行預金残高のトランスファーで支払を行った、というケースに即して、具体的に考えてみよう。このドル建て預金が外国民間銀行部門勘定へとシフトするのと引き換えに、支払を受けた外国の輸出業者は自国通貨建て預金残高を入手する。他の事情が変わらないとして、外国民間銀行のポジション調整

に発する外為市場のドル売り圧力が、平価維持のための当局によるドル買い介入を必要ならしめたとすれば、そのドル建て民間銀行預金は外国当局勘定にシフトするであろう。マネーサプライはアメリカでは減少し、外国では増加する。外国当局がドル建て預金をフェッドにシフトした場合でも、その点は変わらない。彼等が第5ルールにあるように自国債券売り・ドル買い介入を実行したとすれば、自国金融市場への影響は不胎化されて、顕在的または潜在的インフレーションの懸念が払拭されるであろう。外国のマネタリーベースは、当局による国際資産と国内資産の総計で決まるのであって、国際資産の構成の如何に依るのではない。ところがアメリカにとっては、外国当局が国際資産の構成を不変に保つか変更するかによって、大きな違いが生まれる。

外国当局がこのドル建て預金で財務省債を購入した場合、売り手のアメリカ銀行預金残高は増加する。ともにアメリカ居住者であるところの輸入業者によるドル支払と、債券売却者によるドル受取とが結局は相殺されて、一旦減少したかに見えるアメリカのマネーサプライは回復する。外国当局がドルのフェッドへのシフト以前に債券購入を行う場合でも、事情は変わらない。外国当局が最小限度の運転残高を維持するのみで、ほぼ常に余資を金利収入の見込める債券運用に回すような場合など、実際にはフェッドが債券購入のエージェント機能を担うことであろう。常時入替可能なフェッド預金と短期財務省債との組合せ運用の全体が、外国当局の公的準備を成すという関係を、「頑健 robust」だと見て命題化したもの——それが第3ルールだったと考えてよい<sup>7)</sup>。つまりアメリカにおいても、諸外国と同様に不胎化が実現されてはいる。だが、それはアメリカ当局が能動的に内外資産を増減させたが故に生じたのではなく、外国当局が公的準備をドル建て預金から財務省債に転換したが故に生じたところの、意図せざる現象にすぎない。——これが第7ルールの後半、「米国は他国の外国為替介入が自国に及ぼす貨幣的影響を、(受動的に)不胎化する」ということの意味であった<sup>8)</sup>。

そうだとすると、第5ルールは外国とアメリカとの非対称性を例外的に設定しないかのように見えて、じつはそれを際立たせる結果になったとも、読むことができる。もともと「(受動的に) 不胎化する」という表現自体に、マッキノンの動揺が零れたと言えなくもない。外したかったのは括弧なのか、括弧の中身なのか。中身ともども括弧の全体を削除すれば、外国同様の現象を指摘することに力点が置かれるのだらうし、括弧付きとはいえ中身を残せば、外国不胎化の能動とアメリカ「不胎化」の受動との非対称を強調することになる。それはボックス3の全体トーンへの回帰である。第7ルールの中には「アメリカは国際収支に関する目標を持たない」という意味の命題が含まれるが、それもこの回帰の文脈で生きてくる。——というのは、こういうことである。

国際決済がドル建て預金残高のトランスファーで行われる限り、アメリカの国際収支が赤字であろうが黒字であろうが、マネーサプライの変動は生じない。これはフェッドの対国内民間部門負債を所与として、アメリカのマネタリーベース変動をその対外国当局負債で捉えれば、簡単に分かる。赤字・黒字が外国当局側からの保有財務省債の変動で吸収されるのであれば、フェッドの対外国当局負債は変動せず、「国際収支目標」を持つ必要もない。持ったとしても、それを受け止める仕組み自体がないわけであった。勿論、この負債が外国からの金兌換請求を受けた場合には、国際収支赤字がアメリカ当局の準備低下に繋がるため、早晚金融政策の変更が必要になる。だが、特定国に集中した実際の金兌換請求は、様々な思惑を伴うところの各国当局の裁量に依るのであり、アメリカ国際収支動向との直接の関連はないというのが、当時の実態だったのである<sup>9)</sup>。準備動向との関連が深い公的決済収支の変動自体、クリティカルな局面において経常収支や長期資本収支動向との直接の関連を欠くことさえあった<sup>10)</sup>。不胎化に関するアメリカの受動と外国当局の能動が、金融政策に関するアメリカ当局の能動（第10ルール）と外国当局側の受動（第4ルール）とに逆転する関係の根底には、このような事情が絡んでいたのである。



#### (4) 相場変動の有無 対 金兌換可能性の有無

外国当局が米国財務省債で公的為替準備を保有するとした第3ルールは、アメリカの受動的不胎化を規定した第7ルールを解説するうえで、以上検討したように不可欠の含意を持つ。が、もともと第3ルールには、金による外国当局準備の可能性を排除していたと読める側面があって、それはマッキノンの類型化する「国際通貨秩序」の第3ボックスが、「固定相場ドル本位」と銘打たれていたことと、密接な関連がある。以下、本筋からの多少の逸脱を覚悟しつつ、この点に言及しておきたい。

1950—1970年期のドルは、金との当局間交換可能性を残すという意味で「gold dollar」であったが、ボックス3の10個のルールの中にドルと金との関係に言及したものは、見当たらない。実際にはドルをも含む全通貨の「ニューメレール」は金であったが、第1ルールは、金との関係を不問に付したドルが非ドル通貨のニューメレールだという。では、ドル自身の価値は何に向けて安定化されるのか、——こういう問いを第7—第10ルールに発しても答えがないのは、その点と関係がある。アメリカ以外の諸当局が対ドルレート of 安定化介入を行わざるをえなかったのは確かだが、それは実際にはIMF協定のいわゆるパーヴァリュ（平価）を金で定めたところのドルに対しての安定化であった。協定ではパリティ（parity）と呼ばれているところの、ドルと加盟国通貨との交換比率としての「平価」を、パーヴァリュ（par value）と呼ぶ点に、第1ルールの特徴がある<sup>11)</sup>。

平価規定に限れば、ボックス3で描かれる期間はいわゆる「スミソニアン期」に似ている<sup>12)</sup>。ドルの金との当局間兌換可能性を切断したニクソン・ショック直後のフロート下の混乱を経て、為替レートに関する主要国合意が成立した1971年12月から、諸国が変動相場制に移行した1973年初頭にかけての1年強の時期が、それである。スミソニアンの合意では、マルク・円・ギルダー・ベルギーフランなどが異なるレートで切り上がり、ポンド・

フランスフランは従来の平価を維持したが<sup>3</sup>、公定金価格が1オンス38ドルへ引き上げられてドルが7.9%切り下がったので  $((38-35)/38)$ 、ともども切り上がるようになった。だが、新しいパリティは、——変動幅の2.25%への拡大はあったものの——金兌換性のないドルに対して設定されたのであり、paper dollar本位とも呼びうる平価制度の下で、安定相場を実現しようとした試みだったと見ることができる。アメリカ当局の金融政策スタンスが従来から転換したとも見えぬままに、この種の試みが成功する保証などあるはずもなく、幕間劇はわずか1年強の短命に終わった。それにもかかわらず、スミソニアン期をボックス3の「固定相場ドル本位 1950—1970年」から除外し、当然のようにボックス4の「変動ドル相場本位 1973—1984年」から除外する点にも、ボックス3・第1ルールの特徴に通ずるところの、マッキノン独特の「国際通貨秩序」の組立てかたが現われたと考えてよい。

1950—1970年期と1973—1984年期を、ともにドル本位期と規定することから得られる洞察の射程は、決して浅くない。が、その場合でも、両者の違いを「固定相場か変動相場か」に見るのではなく、「gold dollar本位か paper dollar本位か」に置く把握もありうるだろう。後者の非マッキノン型分類を採る場合、1950—70年期の一様性は当然の前提ではなくなる。イギリス・西ドイツ・フランスを含む主要西欧諸国のIMF協定8条国への移行は1961年2月であったが、彼等が経常勘定取引についての為替管理を非居住者に対して撤廃したのは、1958年12月だったからである。居住者に対する制限は残ったとしても、非居住者が外為市場に必要な外貨を入手できるのであれば、ポンド・マルク・フラン等々は、いわゆる「convertible currency」たる実質をほぼ備えたことになる。それらは勿論、直接的な金兌換性が保証されたわけではないが、ゴールドダラーとの交換可能性はもつ。ブレトンウッズ期の通貨史自体が主題であれば、1959年を分水嶺とする二期区分がむしろ通常で、マッキノンによる「国際通貨秩序」の一様把握のほうの特異だといってよい<sup>13)</sup>。

## (5) 国際資産と国内資産の逆行的増減

以上で見てきたのは、外国の不胎化（第5ルール）とアメリカの不胎化（第7ルール）との対応が内包する異同の関係であったが、両者には今一つ、アメリカには付されぬ長期・短期の区別が、外国の不胎化については設定される——という見落とすことのできない相違があった。バジョット・ルールというのは、「短期的な為替準備のかなりの喪失」に関わるルールだったわけである。それは勿論、外国の長期的なマネーサプライ・トレンドに関わる第4ルールとの対照を伴うのだが、アメリカ金融政策の独立性（第10ルール）に対していえば、外国側のロングランでの従属（第3ルール）と、ショートランでの独立（第5ルール）という組合せ関係の中にある。だが、アメリカ金融政策の独立性については長期・短期の区別がないにもかかわらず、外国側には短期の独立性があるという論理構成は、どのように成り立つのだろうか。この問題に関連して、本文では次のようにいう。

「1950年代および1960年代には、ヨーロッパと日本はバジョットのルール、すなわちボックス3の第5ルールにも従った。

中央銀行の国内資産は、ほとんどの国で対外準備が減少するにつれて増加し、対外準備が増加するにつれて減少するという明瞭な傾向を示す（M. マイケリー 1971,p.40）。

ヨーロッパと日本の政府がドル為替レートを維持するために、介入を行ってドルを売買するとき、短期において各国中央銀行は、こうした国際収支の（循環的な）<sup>イムバランス</sup>不均衡が国内金融に与える諸結果を、部分的に不胎化していた。中央銀行は国内マネーサプライが（バジョットの用語法にいうところの）「海外流出」によって完全に収縮するにまかせるのではなく、国際収支赤字が国内マネーサプライに与える影響を部分的に相殺するために、商業銀行に対する貸付を行うだろうということ、——マイケリーが発見したのはこのことであった。」<sup>14)</sup>

マイケリーの研究というのは、『国際収支に対する需要政策の反応:戦後の諸パターン』(NBER,1971年)のことである。第二次世界大戦後の1950年から1966年までの期間について、カナダを除くG10諸国(ベルギー・フランス・ドイツ・イタリア・日本・オランダ・スウェーデン・イギリス・アメリカ)の金融財政政策が、国際収支ポジションに対してどのような反応パターンを示したかを、統計数量的に検証したものである。物価統制や所得政策の効果が——関税・輸出補助金・各種国際取引制限等々は勿論のこと——研究対象から除外されるのは、しばしば規則的でなく散発的に導入されるその種の政策は、質的データに基づくことも多く、意味のある数量的パターンの検出には有効でないからであった。具体的な課題としては、国際収支変動への反応は各国で同じだったのか、違っていたのか。それはこの期間中に变化したのか、しなかったのか。赤字国と黒字国とでは、反応に相違があったのかどうか。反応が認められない場合、それは政府が国際収支均衡以外の政策目標を優先させたからなのかどうか——などが設定される<sup>15)</sup>。

国際収支不均衡を測定するのにもっとも簡単に利用し易いのは、当局によるグロスの準備額、すなわち金・外国為替・IMFネットポジションである。IMFによる「公的決済収支」概念も利用可能である。これは画線の上部項目として、基礎収支・誤差脱漏・公的決済以外の全短期資本運動を置くのだから、画線の下部項目として公的な金・外為資産・IMFネットポジションの変化だけでなく、当該当局の外国当局に対する負債の変化をも含む。グロスの準備額と公的決済収支は、——頻度はやや異なるが——イムバランスの方向と強度について、きわめて高い一致性を示すというのが、マイケリーの観察であった。1950—66年の各国について、国際収支赤字期・黒字期・安定期の——必ずしも連動するとは限らぬ——時期区分をこのデータで行うことによって、単純な暦年区分では得られない需要政策の反応を具体的に確認することが可能になろう<sup>16)</sup>。

需要政策のうちの財政政策のほうは、ある時期のイギリスのような例外

はあるものの、一般に国際収支の均衡を達成する手段として使われておらず、反応性もない。反応性を検証しうるに足るのは金融政策だが、その方向を示す具体的な政策的変数としては、割引率・マネーサプライ・商業銀行信用供与・中央銀行の対商業銀行貸付・中央銀行の対政府貸付・中央銀行の総国内資産・準備率（または流動性比率）の7種類が調査される。勿論、その全てのデータが全9国について、期間全体にわたって利用可能であるはずはない。例えばアメリカとイギリスについては、中央銀行の対商業銀行貸付のデータが得られないし、アメリカ・ドイツ・オランダについてのみ調査可能な、準備率のような項目もある。データが得られない場合には、政策手段の反応は、国際収支安定期と同じ処理になるが、政策手段の機能と効果が各国金融市場で異なることも、少なくない<sup>17)</sup>。——マイケリーの研究において、「国際収支」および「金融政策」は以上のような意味合いで使われている。では、「中央銀行の国内資産は、ほとんどの国で対外準備が減少するにつれて増加し、対外準備が増加するにつれて減少する…」という上記マッキノンが引用する命題は、どのようなコンテキストで提出されたものだったのか。

## （6）マイケリー命題のコンテキスト

この命題を含むのは、「国際収支の要請に対する金融政策の応諾」と題された約7ページほどの個所である<sup>18)</sup>。以下、出来るだけ簡潔に要旨を整理しておこう。

——上記6個の金融政策手段のうち、国際収支不均衡の調整に必要な反応パターンを示すのは、殆どの国において割引率とマネーサプライの組合せであった（但しイギリスについては割引率と——マネーサプライではなく——商業銀行与信の組合せになる）。検証の結果、国際収支赤字の時には割引率の引上げとマネーサプライ拡張率の低下が、黒字の時にはその逆が、大多数の国で確認される。この2つが枢要な金融政策手段だと考えれば、

諸国は固定レート国際通貨システムの「ゲームのルール」に従っていたといっ  
てよい。だが、この応諾はあくまでも、国際収支不均衡の調整に必要な  
割引率またはマネーサプライの規模ではなく、<sup>サイズ</sup>方向<sup>ディレクション</sup>についてのものである。  
国際収支不均衡に応じて割引率やマネーサプライ拡張率の変更という  
方向が確認されたからといって、不均衡の解消がそれで十分に行われたと  
か、成功したなどということを意味しない。この点は重要な問題を提起す  
るので、準備喪失国が需要削減の必要に応じるために、マネーサプライを  
低下させたというケースをとって、立ち入った検討を行ってみよう。

国際準備の喪失によって惹き起されるマネーサプライの直接的低下が、  
金融政策によって国際収支を調整するのに必要な額と一致するとは限らな  
い。準備の減少がマネーサプライの減少と一致する金貨本位国を想定すれ  
ば、すぐに了解されるように、この直接的低下は「<sup>マジニョード</sup>適切な規模」より大  
きいことも、小さいことも、たまたま同じこともあろう。そこで、(1) 必  
要なマネーサプライ変化が、準備喪失による直接の変化より小さい場合を  
採ろう。通貨当局は、商業銀行の対民間与信（または中央銀行の対政府与  
信）が増大するよう誘導することによって、この変化を「完全にではなく、  
部分的に」<sup>カウンターアクト</sup>中和するべく行動しなければならない。したがって「国際収支  
が赤字のときに上記与信額のいずれかが増大したからといって、それは国  
際収支の要請に対する応諾が欠けていたことを指し示すものでは、必ずし  
もない。」

次に、これとは逆に(2) マネーサプライ低下必要額が準備喪失からの直  
接的效果を凌駕し、商業銀行信用も直接的効果を強化するために低下しな  
ければならない、というケースを想定してみよう。国際準備の低下は商業  
銀行準備の低下を伴うので、超過準備を消滅させて貸付能力を、さらには  
貸付けそのものを低下させるだろう。彼等が実際に削減した与信が、通貨  
当局が望ましいと思う額を凌駕するならば、諸銀行の貸付能力は引き上げ  
られる必要があろう。それを可能ならしめるところの「最低準備率の引下  
げや中央銀行国内資産の増大は、準備喪失国における国際収支の要請に応

諾する金融政策と、十分に両立しうる。」したがって、この意味での「応諾」については、次の点を強調しなければならない——「〈応諾 compliance〉は、通貨当局によって直接に制御される金融的手段が〈応諾する〉方向（complying direction）で使われるということを指し示すものでは、必ずしもない。これはひとえに、政策行動によって相殺されない——少なくとも完全には相殺されない——ところの、対外資産変化の自動効果によるのだろう。」<sup>19)</sup>

この文章の直後に続くのが、「中央銀行の国内資産は、ほとんどの国で対外準備が減少するにつれて増加し、対外準備が増加するにつれて減少する…」という上記マッキノンの引用する命題である。そしてマイケリーは直接この命題に続けて、赤字国の中央銀行国内資産が増大する経緯を、商業銀行の行動から説明する。——曰く、商業銀行は概して顧客に対する信用供与が大きく変動する（特に減少する）のを、防ぎたいと思うものである。そこで一国の対外準備が低下し商業銀行の準備が失われる場合、彼等は顧客への貸付を削減するよりは、他の準備源泉——つまりは中央銀行からの借入れによって準備の補充を図ろうとする。中央銀行国内総資産の変動方向を決めるのは、対政府与信ではなく対商業銀行与信だった、という当時の事実が統計的に確認されるが、その検証結果を勘案すれば、このような商業銀行行動こそが、国際収支赤字期における中央銀行国内資産の増大に繋がるものなのだ——このように説明するわけであった<sup>20)</sup>。

マイケリー命題の以上のようなコンテクストから提起されてくる問題は、あまりにも多い。が、当面はひとまず、中央銀行の国際資産増減に対する国内資産の増減を検討するということが、国際収支不均衡に対する全体としての金融政策の反応を検討するということと——勿論一部は重なるにせよ——どのような関係に立つのかという問題が、検討の焦点になるであろう。その際、外貨建て資産の増減に伴う商業銀行の準備調整行動は、この過程に具体的にどのように関わっていたのかという問題を、避けて通ることはできない。関連するこの二つの問題をめぐっては、マイケリー命

題の一母体ともなった先行研究があることに、留意する必要がある。

### (7) 両資産並行的増減としての「ゲームのルール」

国際収支と金融政策の関係、あるいは国際資産と国内資産の増減関係をめぐるマイケリーの以上のような研究は、R.ヌルクセの古典的著作『国際通貨経験——両大戦間期の教訓』に対する批判的検討と、切り離せない関係にある。ヌルクセは、1922—38年の各暦年における26カ国の中央銀行について、国際資産と国内資産の増減方向を分析した結果、382の観測値のうち、両資産の増減が並行したのは32%であり、60%は逆行的増減を示すことを確認した<sup>21)</sup>。逆行関係が果たして中央銀行の「意図的中立化」の故なのか否かを問うて、時として「意図せざる中立化」が生じる理由を、次のように考察する。

——「例えば金の流入は国内貨幣市場の流動性を増加させるので、当然にも市場は中央銀行に負う債務の幾らかを返済することになろう。中央銀行の貸借対照表は、金の増加と国内の割引・前貸の減少とを示すだろう。こうして、中央銀行がたとえ全く受動的だったとしても、金運動の少なくとも一部は中立化されてしまうだろう。同様に、金の流出は市場の利用可能な資金を減少させがちだが、市場側のイニシアティブによる中央銀行からの借入増加によって、部分的に相殺されるだろう。金が流入しあるいは流出する時にはいつも、こうして国内資産が変化するのだが、それを防ごうとすれば、そのためにさえ中央銀行の決然たる行動（definite action）が必要になるだろう。これは市場が中央銀行に負う債務の自動的な反応を相殺する目的を持つところの、貸付条件の変更あるいは証券の売買のいずれかを通してである。国内資産の変化を国際資産の変化と並行させようとするれば、明らかに中央銀行の側でのより一層大きな度合いの活動が必要になるだろう。こういう行動が取られないと、〈自動的中立化〉は例外ではなくむしろ慣習になる傾向が生まれてくるだろう。」<sup>22)</sup>



ここで「市場」と呼ばれているものを「商業銀行」と読み替えれば、国際資産と国内資産の逆行的増減を説明する仕方において、マイケリーとヌルクセの間に大きな違いはない。これは両者がマッキノンと一線を画す点である。とりわけ、逆行的増減を中央銀行による「意図的中立化」としてではなく、「商業銀行」あるいは「市場」の側からの積極的行動を通して把握する点、ヌルクセのマイケリーへの親近が浮彫になる。

だが、ヌルクセの場合、金融政策の方向を判断する基準が中央銀行資産の構成変動に限られており、割引率やマネーサプライなどの政策手段に対する検討はない。「ゲームのルール」も、厳格とも狭隘とも呼ばれて仕方ないような両資産増減の対応を通して定義される。——曰く「金が流入する時にはいつでも、中央銀行はその金を購入することによってのみならず、追加的な国内資産を獲得することによっても、自国通貨の供給を増大させるものと期待された。そして同様に金が流出する時には、中央銀行はその国内資産を収縮させるものと想定された。…明らかに、準備率（つまり負債に対する金の割合）をもって中央銀行の信用を制御しようとすれば、それは金準備が増減する度ごとに国内資産を増減させることによってのみ、遂行することができるものであろう。」<sup>23)</sup>

ヌルクセは国際資産と国内資産の動向にラグが生じうることに留意して、暦年統計では逆行現象が生じる可能性のあることを指摘してはいる。が、中央銀行は「意図せざる中立化」が慣習化することを「決然たる行動」によって阻止すべきだとして、国際資産の各増減ごとに（with every increase or decrease）国内資産を増減させること、その意味で両資産を並行させることだけが、「意図的な中立化」によってゲームのルールを遵守したか否かの基準になるとしたわけである。マイケリーが批判するのは、この点であった。——「ヌルクセが彼の観察から引き出した結論は、国際収支調整の〈ゲームのルール〉についての不当に厳密な解釈によるものであるから、正当化されない。…そのような並行運動の必要はない。中央銀行の国内資産が同行の（そして当該国の）対外資産と反対方向に変化するこ

とは、国際収支調整の必要に適した金融政策の全体的パターンと完全に両立しうるであろう」というのである<sup>24)</sup>。

だが彼は、それ以上の立ち入った説明を与えていない。自身の検証結果を提示しさえすれば、国際資産と国内資産の並行的増減や逆行的増減が全体としての金融政策の中に占める位置は明らかはずだ——と考えていたのかもしれない。少なくとも、逆行的増減だけを前後関係から切断したマッキノンのような利用のされ方が後に生じるなど、想像もつかなかったのではあるまいか。以下、マイケリーの「両立」説をもう少し具体的に検討してみよう。

## (8) 金融政策応諾としての「ゲームのルール」

先に(6)で見たように、マイケリーが検討した金融変数は、割引率・マネーサプライ・商業銀行信用供与・中央銀行の対商業銀行貸付・中央銀行の対政府貸付・中央銀行の総国内資産・準備率（または流動性比率）の7種類であった。中央銀行貸付については、——対商業銀行貸付と対政府貸付について、データが得られるのはその一方だが、総国内貸付なら入手可能な場合があるなど——資料的制約から3種類が挙がっている。そこで実質的には、総数6種類が検討対象だったと考えてもよい。

そのうち、国際収支動向に応諾したか否かを判断する金融変数として重視されるのは、割引率とマネーサプライ（イギリスについては割引率と商業銀行信用供与）である。国際収支のイムバランスはグロスの準備または公的決済収支で把握されていたので、中央銀行国内資産が赤字期に増加し黒字期に減少する場合というのは、国際資産と国内資産の逆行的増減を意味する。ところが、赤字期に割引率が引き上げられマネーサプライが減少する場合、および黒字期に両変数とその逆方向に変化する場合には、中央銀行国内資産の赤字期増加・黒字期減少が「非応諾」の分類を受けるにもかかわらず、当該国の金融動向は「応諾」の方向を示すと分類されるので

あった。マイケリーには自明のことだったのかもしれないが、後の恣意的な利用を避けるためには、この点がもっと強調されるべきだったかもしれない。

中央銀行の資産変動については、資料上の制約にも留意しなければならない。割引率はイタリア以外の8国、マネーサプライは全9国についてデータがあるのに対して、イギリスとアメリカの対商業銀行貸付、アメリカ・イギリス・日本の対政府貸付、イギリスの総国内貸付のデータはない。総国内貸付について、国際資産との並行的増減が日本および——日本ほどではないが——イタリアにも、かなりの期間にわたって認められる事例を無視するのは難しかろう。この項目での逆行的増減が明確なのはドイツ・フランス・オランダだが、対商業銀行貸付を採ればドイツの逆行性は高くない…等々の事情もあった<sup>25)</sup>。

割引率・マネーサプライに比べれば、両資産逆行的増減の頑健性は劣るといってよいだろう。統計的確認を言葉で要約して、「中央銀行の国内資産は、ほとんどの国で対外準備が減少するにつれて増加し、対外準備が増加するにつれて減少する…」と表現するのも誤りではないが、マイケリーの場合、割引率やマネーサプライによる応諾方向への反応を確認することと切り離して、この命題だけを独走させることはなかったのである。

そうだとすれば、マッキノンがボックス3の第5ルールとして、コンテキストを無視したまま「中央銀行が国内資産を買い取ることで…国内諸銀行の流動性と貨幣供給を…部分的に回復させる」というのは誤り、——あるいは少なくとも誤解を招きやすい表現だったと言わなければならない。中央銀行による国内資産の買取りは、割引率の引上げやマネーサプライの減少が進行する過程で、それらと「両立」しつつ生じている。それが赤字期に金融が収縮するということの具体的な形態だったのかもしれない。マッキノンの主観的意図としては、「部分的に回復させる」という表現でもって、国内資産の買取りがない場合に比べて銀行流動性やマネーサプライを多少とも回復させる、と言いたかったのかもしれないが、金融収縮過程に

おける「両立」という事態からすれば、その種の比較自体が無意味になる。  
イタリヤ弁明にはならないのである。一旦低下した銀行流動性やマネーサプライが、中央銀行による国内資産の買取りによって回復されるなどという構図には、彼が定立しようとする「ルール」の<sup>ロバストネス</sup>頑健性を疑わせる要素が潜むとい  
ってよい。

この第5のバジョット・ルールには、今一つ、それが「短期的」に成立するルールだという限定も付されていた。先の(5)で確認したように、アメリカには付されぬ長期・短期の区別が、諸外国については「長期的」なマネーサプライ趨勢に関わる第4ルールとの対照とともに、設定されていたわけである。だが、マイケリーの検証結果はこのような区別を許さない。彼による国際収支の赤字・黒字・中立としての区分設定の中には、アメリカ黒字の1958—66年、ドイツ黒字の1952—58年、フランス赤字の1959—66年、スウェーデン中立の1952—59年のように、数年に及ぶものもあるが、通常数か月あるいは10数か月での転換も多い。国際収支動向による時期区分は、「循環的」と形容されることはあっても、いかなる意味でも「長期」ではありえないだろう。イムバランスの調整にとっては、金融政策が全体として応諾の方向に反応したか否かが枢要な問題であって、その部分変数たる両資産が並行したか逆行したかは、この問題に従属する二義的な問題にすぎない。金融政策の全体的パターンは、長期・短期の区別を超えた次元で国際収支動向に応諾した、というのがマイケリーの結果であって、マネーサプライは長期的軌道からの制約に服すが、短期的にはそこから逸脱しうるなどという恣意的解釈を容れうる余地は、もともとなかったのである<sup>26)</sup>。

## (9) 国際収支調整目標の優先順位

割引率とマネーサプライを重視する方法に立つ結果、マイケリーは検討対象の全9国について、この2変数を金融諸変数の中から別個に取り出し

国際収支に対する反応度（responsiveness）を比較することになった（但しイギリスについては割引率と商業銀行信用供与、ベルギーについては割引率・マネーサプライ・商業銀行信用供与の反応度による比較であった）。1950年代と（1966年までの）60年代とに分けて、割引率・マネーサプライが赤字期収縮・黒字期拡張の方向に変化したか否かを要約し、興味深い総括表を作成したのである<sup>27)</sup>。それによると、9国は3グループに分かれる。——①反応度が首尾一貫して最も高いのはイギリスと日本であり、やや劣るがイタリアもこのグループに入る（劣るのは割引率が政策手段として利用されなかったことと資料的制約とによる）。②コンシステンシーは上記2国ほど高くないが、正の反応があると確認されるグループとして、フランス・ベルギー・オランダの3国。1960年代における反応度の低下が一つの特徴である。③アメリカ・ドイツ・スウェーデンの3国は、反応事例が散見されるとはいえ、ほぼ一貫して非反動的だったと分類される。

そうすると結局、ブレトンウッズ下の大多数の国では「ゲームのルール」が遵守されて、全体としての金融政策が国際収支の不均衡を調整するのに必要な方向に反応したというのは、アメリカ・ドイツ・スウェーデンを除く6国をめぐるの検証結果だったのである。アメリカについていえば、これはマッキノンによるボックス3の組立て方を支持するといってよい。諸外国との非対称性を構成原理にするのであれば、同国の金融政策は国際収支動向に無反応でなければならないからである。とりわけ先に(3)で検討したような意味での「受動的不胎化」の論理は、その内実を具体的に理解するうえで一つの鍵になるであろう。国際決済がドル建て預金残高のトランスファーで行われアメリカへの金兌換が請求されない限り、国際収支の不均衡は外国側からするドル建て短期財務省債の増減に吸収されて、アメリカ当局の対外国当局負債は変動しない。イムバラスを金融政策に応諾させる仕組みもその必要も、存在しなかったのである。

だが、マッキノンによれば、「マイケリーはアメリカを分析し、他の7国が自国の国際収支に反応したのとは違って、フェッドがアメリカの国際収

支状況に規則正しくは反応していないことを見出した」とされてしまう<sup>28)</sup>。これは自説の挙証にとっては有利であるかもしれないが、マイケリーの研究結果を歪曲するものにほかならない。「他の7国」の中にドイツやスエーデンを挙げているにもかかわらず、そう言うのである。アメリカとは非対称であるはずの諸外国の中に、アメリカと同じ動きを示す国があったのなら、それは何故なのかが問われなければならない。とくにブレトンウッズ下の有力国ドイツが無視されてよいはずはあるまい。この問題の立ち入った検討は本稿の範囲を超えるが、非対称性原理を貫徹する方法からすれば、ひとまずドイツに特有な個別の事情を考慮してみるのが、常道であろう。マイケリー自身は、同国で金融政策が国際収支以外の目標——とくに物価安定目標に割り当てられた事情に着目している。簡単に見ておこう。

まず彼は慎重に、政策手段と政策目標との相関を当面の方法で確定するには限界があるとして、1952—57年のケースを挙げる。この間ドイツ物価は安定していたが、それは政策当局者が物価上昇を予想して敏速に抑制策を打って成功したためなのかどうかを、確かめる術がないというのである。加えて1961年初—62年中葉のように、物価（とくに生計費）が比較的高率で上昇したのに金融政策が拡張的だった、というような反証事例もある。だが、1950—65年の長期で観察すれば、ドイツの生計費も卸売物価もG10とスイスの平均よりかなり低い。その前半1957—58年頃まで、失業率が高く為替準備の蓄積が続いたにもかかわらず、割引率等金利が低下せず拡張的金融財政政策が採られなかった理由は、国際収支均衡や完全雇用ではなく、物価安定が主な政策目標だった点にあると考える。

マイケリーは、さらに敷衍するという。——すでに1940年代末以来約10年に亘って、ドイツでは持続的黑字が続いて厚みのある対外準備の蓄積を選好し、その選好を可能にする状況が続いたが、物価安定目標を優先させる場合には、黒字イムバランスの調整が物価上昇に繋がりがかねないとして、金融政策の応諾は見送られがちになる。50年代末に準備が下降した時にも、既存準備の高水準が金融収縮の必要を免除した。つまり赤字の時も黒

字の時も、当局の意図的な金融政策の方向としては無反応ということになる。1960年代に入って以降は、マルクの切上げ期待が相対金利の高位と結びついて、短期資本流入を膨張させるという事態が生じるようになる。それは金融政策の方向をめぐる国際収支調整と内需制御との相反問題を発生させもするのだが、ここに資本移動規制およびマルク切上げの時期と程度如何という問題が絡んで、前半までとは異なった形態での事態の錯綜に繋がる。が、それでも従来同様、厚い準備蓄積が選好され、その下での準備の一時的低下が懸念の対象になることもなかった。全体として当局の主な金融政策目標は国際収支ではなく、物価（および所得）だったとしてよい。——これがドイツについてのマイケリーの括りかたであった<sup>29)</sup>。

どの国の経済にも、夫々特有の個別的事情がある。が、以上のような「ゲームのルール」違反国ドイツの事情は、金融政策の国際収支動向への応諾諸国の状況を、裏面から照らし出す意味をも持つ。とくに「ゲームのルール」遵守国の優等生ともいえるべきイギリスと日本では、状況がドイツとは逆だったに違いない。慢性的な国際収支赤字に悩む「ストップ・ゴー」経済下のイギリスで、ドイツのような高水準の準備は望むべくもなかったのだし、僅かな準備を成長通貨供給のベースにしなければならなかった「国際収支の天井」経済下の日本に、高水準の準備を選好する余裕はなかっただろう。例えば輸入に対する準備の比率は、57—59年平均でドイツの67%に対して、イギリスは20%、日本は31%であり、64—66年平均で順に46・08・24%だった——というようなデータもある<sup>30)</sup>。とすれば、ドイツとは逆にイギリスや日本の当局の場合、仮に物価や所得を重視したかったとしても、まずは金融政策を国際収支目標に割り当てざるをえなくなるのも、不思議ではなかった。

ドイツに対するイギリスと日本のこのような対照は、マッキノンによるボックス3の第4ルールの組立てに対しても、反省を促す契機になる。第5ルールを検討課題にする本稿にとっては、多少の逸脱になるが、関連の限りでこの点に言及しておきたい。「米国以外の工業諸国は、長期における



国内貨幣供給の成長を、固定為替相場と米国で優勢な（貿易財の）物価上昇率とに従って定める」という表現が、パリティ維持のための当局介入によって外国側のマネーサプライに制約が課される関係を含むと解される限り、それはブレトンウッズ型通貨オーダーを特徴づける事態の一端を掬い取ってはいる。アメリカ当局に介入義務はなかった。外国民間部門の国際決済がドル建て預金残高のトランスファーで行われることによって、当事国双方のマネーサプライにもたらされるところの直接的効果が、民間銀行部門の準備調整行動を介して間接化されつつ当局の外貨準備変動へと至るまでは、諸外国を一括することができる。だが、ドイツ当局は、準備の増大または減少に応じた金融の拡張または収縮の強化へと意図的に踏み切ることがなかったという点で、他の（スウェーデンを除く）外国当局とは一線を画する。第4ルールの受容をめぐる、イギリスおよび日本とドイツとの間には無視しえぬ対照がある点に拘泥する立場からすれば、一括されるべきは国際収支への金融政策無反応国としてのドイツとアメリカだということになろう。

このことがブレトンウッズ通貨史にもつ意味をめぐるには、今一つ留意すべき事項がある。ブレトンウッズ期の一様性を拒否しつつ、1959年前後を分水嶺とする通貨史の構成がありうることは、先の（4）で見た。その前半、とくに戦後初期へと遡るほど、アメリカの政策当局にとっても、国際収支赤字は不都合な事態だと捉えられていなかったといえる。アメリカの保有金は、第二次大戦終結直後で世界貨幣用金の75%にも上り、1960年でもなお50%に達した。1940年代末までのように、アメリカの金準備が増大する状況が続けば、諸外国には支払手段が不足し、アメリカの持続的な黒字もありえなくなるとして、各種援助や資本輸出によってヨーロッパ等外国経済を強化し、そのドル蓄積を促すこと、それを通して集中しすぎた金を外国に再配分することが、自身の利益にも適うのだと考えられたのである<sup>31)</sup>。ドイツの厚い金準備蓄積は、その実現としての意味をも持ったであろう。両国の「ゲームのルール」違反は、全体としてのシステムの安定化



に寄与したともいえる。

ところが、マイケリーは様々な金融変数についての立ち入った検討を行った結果、研究対象後半の1950年代末以降、アメリカ金融政策の国際収支に対する無反応性は、前半期に比べてさらに高まっていることを確認したのである<sup>32)</sup>。ドイツについて同様の事実を摘出したわけではないが、それはドイツの無反応性が低下したということを意味しない。その国際資本移動政策についていえば、マッキノンの「第2ルール」が言うよりも早く自由化に——他の非アメリカ諸国とは異なって——踏み切っていたにもかかわらず、60年代に入ってから流入規制策を導入し始めるというように、前半期とは異なる動きが顕著になっていた。1961年や69年のマルクの切上げも、ともに小幅にすぎかつ遅きに失したというほかないが、これは無反応性状況の、少なくとも維持という意味を持ったとしてよい。ドイツ当局は黒字に依じての金融拡張に消極的だった以上に、なお強くマルク切上げには消極的だったといえようが、ここには貿易利害だけでなく、金融政策の方向をめぐる国際収支調整と内需制御との相反問題が絡んでいたのであろう。前半期よりも事態はさらに複雑化したのである。主要国通貨の交換可能性が回復され資本の国際移動性が高まった後半期に、準備喪失国アメリカと準備蓄積国ドイツにおける「ゲームのルール」違反が続いたということ——前半期とは逆に、それはシステム全体の不安定化を加重することになったと考えてよい<sup>33)</sup>。

先に(1)で見たように、仮に「固定相場ドル本位」が1970年以降も続いたとするならば、必要かつ十分だったであろう条件を映す——というのが、第3ボックスの諸ルールをマッキノンが策定するさいの基準の一つであった。そこで例えば、「変動相場ドル本位」への転換を導いた事由の一つは、「アメリカは独自の金融政策によって、貿易財のドル（世界）価格水準を繫錨する」という第10ルールが遵守されなくなったことにある——という理解が生まれるだろう。有力な一視点といえるが、もともとアメリカと諸外国との間に非対称性を設定するというルール・ボックス3の組立ては、

1950—70年期の一様性を当然の前提とすることと結びついていた。だが、アメリカとは別種のグループに属するはずのドイツにおいて、アメリカと同種の、そしてイギリス・日本とは異なる状況があった事実を確認することと、1950—70年期の非一様性を受容することとは、今見たように不可分な関係にあったわけである。そこに着目する場合には、システム全体の安定性についても、マッキノンとは異なる視野が開けてくるかもしれない。しかし、この方向での立ち入った検討は、第5ルールを主題とする本稿の範囲を超える。本筋に戻ろう。

#### (10) 民間銀行の準備調整行動

マッキノンが打ち立てようとする「バジョットのルール」において、「諸銀行の流動性と貨幣供給を…回復させる」主語は、中央銀行であった。関連する本文の中には、民間銀行が失った準備を補充するために「自動的に」中央銀行に向かうという叙述もあるが、「回復する」とされるマネーサプライ動向にとって、両銀行が相俟ってどういう関係に立つのかという問題は検討されず、意識されてもいない。それに対して、ヌルクセが「意図せざる中立化 *undesigned neutralization*」を説く場合には、「市場流動性の増加または減少」をめぐる民間側のイニシアティブが焦点となって、中央銀行の位置は後景に退く。こうなるのは、中央銀行による「意図的な中立化 *designed neutralization*」でもって内外資産の並行的増減としての「ゲームのルール」を定義するのが、彼の組立てであったことによる。

ところがそうになると、意図せざる中立化が中央銀行を軸とする全体としての金融政策の中でどういう意味をもつのかという問題は、逆に不明確になる。暦年統計による中央銀行資産構成の変動と、市場流動性の繁簡の関係を検討することは、国際収支統計による中央銀行準備（または公的決済収支）の変動と、全体としての金融政策の関係を検討することと、当然のことながら異なってくる。市場側の準備調整行動をめぐる着眼は、マッキ

ノンに優るヌルクセの提起だが、にもかかわらずその中央銀行政策との関係を究明されぬままに、「ゲームのルール」への違反という色彩を帯びさせられ、放置される。それが国際収支不均衡の調整にとってどういう意味を持つのかも、明らかにならない。

国際資産と国内資産の逆行的増減は、中央銀行の「意図的な中立化」政策として実行された結果生じる現象なのか否か。——図式化に伴う不正確を覚悟して分類すれば、マッキノン「イエス」といい、ヌルクセは「ノー」という。これに対して、「イエス、バット・ノー」というのがマイケリーであろう。金・為替準備の増減に伴う民間銀行の準備調整行動が、国際収支不均衡に対する全体としての金融政策の反応過程にどう関わるか、——この問題に対する取組み方の相違が、三者三様を生んでいる。だが、マイケリーの「イエス、バット・ノー」は、統計的確認を主眼とする組立てになっており、解答へ向けての具体的な論証を欠く憾は否めない。最後にこの点についての検討を試みて、本稿を総括しよう。

先の(6)で見たように、マイケリーは国際収支について赤字または準備喪失を、金融変数についてはマネーサプライを採って、その直接的減少と調整に必要な収縮額との齟齬を基準にしつつ、二つの場合を区別していた。国際収支の調整に必要なマネーサプライ変化が、準備喪失による直接の変化より小さい第一の場合、言い換えれば国際収支赤字に伴う金融収縮の(方向ではなく)規模が過大なケースでは、中央銀行による意図的な相殺政策があって当然とされるだろう。が、その場合でも、当局は商業銀行と信等が増大するように「誘導するinduce」にとどまる。

これとは逆に、マネーサプライ低下必要額が準備喪失からの直接的效果を凌駕し、商業銀行信用も直接的效果を強化するために低下しなければならないというケース、つまり金融収縮の規模が過小な第二のケースでも、商業銀行による与信削減の過大・過小を判断する点に、中央銀行の役割があった。例えば、国際収支赤字期における商業銀行の与信削減が、容易には再構築されえぬ顧客との相対的な継続関係<sup>あいたいてき</sup>を決定的に毀損するにはいた

っていない——というような場合は、どうだろうか。中央銀行がそう判断すれば、準備率の引下げや買いオペのイニシアティブを取ることはない、というのがマイケリー説からの系論になるはずである。

中央銀行の判断が然らざる場合、準備率の引下げや買いオペが実施されて、中央銀行側からの意図的な相殺政策があったように見える。が、商業銀行と顧客との関係に関するマイケリーの強調は、この場合どう受け止めればよいのだろうか。国際収支赤字に伴って中央銀行自身の準備が減少しているのだとすれば、対商業銀行与信の条件が厳格化しマネーがディアーに、あるいはタイトになることは避けられない。勿論、国際準備の一つの意味はこの状況が突発することを緩衝する点にあるのだから、その間に準備減少が止めば事態は復旧する。が、もともと低い準備水準で与信を効率的に賄ってきたとか、緩衝ゆえに必要な調整が延期されるというような場合には、結局は低減する準備の回復を図って早晚、中央銀行は利子率の引上げや適格条件の狭隘化を含むところの、当該金融市場の具体的構造に応じた与信条件の様々な厳格化に踏み切るほかないであろう。

だが、商業銀行にとっては結局のところ、準備を補充するために拠るべき窓口が中央銀行以外にあるわけではない。中央銀行の金融政策が赤字状況に応諾したからといって、そうした拠り所としての在り方そのものが否定されるはずはなかろう。その結果として国内資産が増大したとしても、この状況は国際資産の減少を相殺しようとする中央銀行の意図だけでもって、説明のつく事態ではあるまい。商業銀行の側では、中央銀行からの厳格化した受信条件を秤量しつつ、顧客との関係を改めて選別し、与信の継続と断絶を決断せざるをえないことになる。これが顧客企業群の残存と消滅を分岐させる契機になる。厳格化と分岐を通しての存続が再生の条件である。マイケリーに欠けていたのは、このような経緯をめぐっての考察であった。

そうした状況が赤字国の総需要削減と国際収支調整にどの程度繋がるかは、事柄の性質上事前的に確定できる筋合いのものではないだろう。が、

国際収支の調整と準備回復のために中央銀行が与信条件を厳格化せざるをえないこと、あくまでもその下で、窓口を閉ざすことなく諸銀行準備の最後の抛り所として振る舞うということ——このことが、国内資産の増大に繋がったからといって、それは金融収縮の緩和を意味しない。国際資産の減少が指示する金融政策の方向を拒否する、というような意味を持つはずはないのである。両資産の逆行的増減という現象は、中央銀行の民間銀行との、そして民間銀行と顧客との関係の全体を通して、金融政策が国際収支の均衡回復に向けての契機を醸成する過程、つまり実は「応諾」の過程そのものの統計的表現としての意味を、むしろより多く持つものだったのである。それはまた、この点についての長期・短期の区別を無化し、長期的趨勢からの短期的逸脱などという理解の仕方を克服する方向をも示しうるのであった。

マッキノンが1950—70年期の国際通貨秩序を「固定相場ドル本位」と規定しつつ打ち立てようとした「バジョットのルール」は、成立しない。「部分的」にも「短期的」にも、このようなルールはロバストな事実ではない。それはまた、かりに遵守されれば「固定相場ドル本位」が持続したであろうところの、必要かつ十分な条件でもない。彼自身が決めたルール策定にとっての二つの基準は、ともに充たされなかった。これが(1)で設定した問題に対する解答である。

マッキノンは「国際金本位 1879—1913年」を対象にしつつ、ルール・ボックス1の第4ルールとしても、「バジョットのルール」を設定している。1873年刊行の『ロンバード街』に言及し、「海外金流出が国内金流出に加わっている時には、非常に高い利子率で非常に大きな貸出しを行うことが、貨幣市場の最悪の病弊に対する最善の治療法である」という文言を、中央銀行の政策指針として引用するくだりもある<sup>34)</sup>。が、バジョットが観察したのは、19世紀前半から刊行前後にかけてのイギリス金融市場であり、「1879—1913年」期ではない。かって筆者はバジョットが対象にした時代

のイギリス金融史を検討して、金融危機の局面におけるイングランド銀行のポジションを分析したことがある<sup>35)</sup>。上記引用の指針も、マッキノンがルール・ボックス1で利用したいと思うような意味合いで、提出されたものとは言い難い。

『ロンバード街』が金融史の古典であることは、大方の認めるところであろう。だが、マッキノンによる「バジヨットのルール」は、この古典に対する冒瀆とは言わぬまでも、その著者にとっていささか迷惑な定立だったかもしれない。が、この事情を原典にそくして具体的に検討することは、別稿の課題である。

## 《注》

- 1) R. I. Mckinnon; The Rules of the Game:International Money in Historical Perspective (Journal of Economic Literature vol.XXXI ,Mar.1993)p.2.  
 (日本銀行「国際通貨問題」研究会訳『ゲームのルール 国際通貨制度安定への条件』)。この論文はのちに  
 The Rules of the Game:International Money and Exchange Rates(1996):chap.2  
 として採録された。両者には若干異なる箇所があるが、本稿では引用等を含め、1996年版著書による。—p.24 (訳p.26) 参照。訳文は引用の都合その他の理由で、多少変えたところがある。邦訳がある場合の他の文献についても、同様である。
- 2) R. I. Mckinnon; op.cit. pp.23-25 (pp.24-27).
- 3) R. I. Mckinnon; op.cit. p.46 (p.82).
- 4) この点については  
 佐美光彦「国際金本位制は〈管理されて〉いたのか」『経済学論集(東大)』61巻3号,pp.45-46.  
 を参照。関連してpp.48-57。この論文は「国際金本位」論の観点から、マッキンソン説の全体を批判的に検討したものと見ることができる。本稿は「バジョット・ルール」論の観点から、同説を検討しようとする試みである。
- 5) R. I. Mckinnon; op.cit. p.45 (pp.172-173).  
 第7ルールの後半「他国の外国為替介入が自国に及ぼす影響を、(受動的に)不胎化する」という部分は、元のJournal of Economic Literature (vol. XXXI ,Mar.1993) 論文には、含まれていない。以下で論じるように、重要な追加というべきだろう。ここでは、1996年版本によった。
- 6) R.I.Mckinnon; op.cit. p.50 (pp.91-92).
- 7) この点をめぐっては、さらに具体的な検討を進める必要があるが、とりあえず  
 R. I. Mckinnon; Money in International Exchange——The Convertible Currency System. p.259 (鬼塚雄丞・工藤和久・河合正弘『国際通貨・金融論——貿易と交換性通貨体制』p.262.)  
 拙稿「ドル残高・1968—71年——ブレトンウッズ崩壊期の国際短期資本移動——」(『経済志林』71巻—1号) pp.151-152  
 を参照。
- 8) R. I. Mckinnon; The Rules of the Game:International Money and Exchange Rates (1996),chap.7

の中には、そこで展開される独特の理論モデルとの関連においてであるが、この点に関する検討がある。——pp.197-200 参照。

- 9) A. H. Hansen; The Dollar and the International Monetary System, pp.48-52, pp.80-83

(鈴木浩次訳『ドルと国際通貨制度』 pp.44-48, pp.74-77) .

- 10) 前掲拙稿「ドル残高・1968—71年」 pp.166-169.

- 11) 拙稿「ブレトンウッズ型通貨制度の枠組み」(『経済志林』71巻—1号) pp.114-116.

- 12) スミソニアン期についての標準的な記述は、おそらく

R. Solomon; The International Monetary System 1945-1981, pp.188-234

(山中豊国監訳『国際通貨制度研究 1945-1987』 pp.263-326)

であろう。が、次の2つは、短いが独自の見解を含む。

M. Gilbert; Quest for World Monetary Order, pp.156-168 (緒方四十郎・溝江義郎訳『国際通貨体制の軌跡』 pp.211-227.

A. H. Meltzer; U. S. Policy in the Bretton Woods Era (Federal Reserve Bank of St. Louis), pp.77-79.

- 13) 代表的な3例として、ここでは

M. D. Bordo; The Bretton woods System: A Historical OverView (in M. D. Bordo and B. Eichengreen eds.; A Retrospective on the Bretton Woods System) pp.37-48, pp.49-74.

B. Eichengreen; Epilogue: Three Perspectives on the Bretton Woods System(in M. D. Bordo and B.Eichengreen eds.; A Retrospective on the Bretton Woods System) pp.630-631.

B. Tew; The Evolution of the International Monetary System 1945-88, pp.47-57

(片山貞雄・木村滋『新・国際金融入門』 pp.41-55.

を挙げておきたい。マッキノン自身も別の著作では、1959年を画期とする時期区分を提出したこともある。前掲書の下記参照。

R. I. Mckinnon ; Money in International Exchange, pp.250-254, pp.254-261 (pp.253-257, pp.258-265).

但しそれは、1978年執筆論文の再録だとのことなので、見解がその後変わったと解釈すべきなのかもしれない。なお、ここでは

「マーシャル計画と西欧貿易金融の再建 (1948—59)」,

「ブレトンウッズ協定の実現とドル—金為替本位 (1959—68)」,



「不確実な釘付け相場とインフレーションの世界的波及（1968—73）」、  
「自由変動為替相場（1973—現在）」

という時期区分が行われているが、金二重価格制導入の1968年については、前掲R. Solomon; *The International Monetary System*, pp.123-124 (pp. 173-174)に表明されているような考え方がある点に、留意しておきたい。

- 14) R. I. Mckinnon ; *The Rules of the Game:International Money in Historical Perspective* p.55 (pp.104-105).
- 15) M. Michaely; *The Responsiveness of Demand Policies to Balance of Payments: Postwar Patterns* (NBER,1971) chap.1(esp.pp.3-6).
- 16) M. Michaely; op.cit. pp.22-23.
- 17) M. Michaely; op.cit. pp.30-34.
- 18) M. Michaely; op.cit. pp.37-43.
- 19) 以上の引用は、3つのパラグラフごとに、順にM. Michaely; op.cit. p.38; p.39; p.40による。
- 20) 以上は、商業銀行・顧客・中央銀行の関係をめぐる M. Michaely; op.cit. p.40の叙述を要約したものである。
- 21) R. Nurkse; *International Currency Experience Lessons of the Inter-War period* (League of Nations, 1944) pp.68-69 (小島清・村野孝訳『国際通貨—20世紀の理論と現実—』pp.99-102).
- 22) R. Nurkse; op.cit. pp.70 (p.103).
- 23) R. Nurkse; op.cit. pp.66-67 (p.97).
- 24) M. Michaely; op.cit. pp.40-41.
- 25) M. Michaely; op.cit. p.35.
- 26) この点については、前掲書下記に示される捉え方を参照。  
R. I. Mckinnon; *Money in International Exchange*, pp. 238-240 (pp. 240-243).
- 27) M. Michaely;op.cit. pp.42-43;Table2-3;and p.62.
- 28) R. I. Mckinnon ; *The Rules of the Game:International Money in Historical Perspective* p.81:Note12 (p.105).
- 29) ドイツについては、M. Michaely; op.cit.chap.6を参照。当面の点をめぐって、とくにpp.135-139は簡便である。
- 30) M. Michaely; op. cit. p.59. いずれも年末の数字である。
- 31) 当時の雰囲気をよく伝えるものとして、  
R. Solomon; *The International Monetary System*,pp.13-17(pp.16-21).  
を参照。簡単には、

A.H.Meltzer; U.S.Policy in the Bretton Woods Era (Federal Reserve Bank of St. Louis), pp.56.

- 32) アメリカについては, M. Michaely; op.cit.chap.11が詳しい。とくにpp. 256-270は簡便。当面の点については, pp.260-265を参照。その総括がp.265の第12表である。なお, 前注(13)の最後の論点について, p.275の指摘は貴重だが, マッキノンの時期区分にとってはさらに分が悪くなる。
- 33) M. Michaely; op.cit. pp.64-65.
- 34) R. I. Mckinnon; The Rules of the Game:International Money in Historical Perspective p.34 (p.53).
- 35) 拙稿「1847年恐慌」(『恐慌史研究』)第2章, とくにpp.245-250.  
拙稿「産業循環の古典形態」(『経済志林』46巻-2・3号) pp.107-124.

## Possible application of the Budget Rule

Masahiro FUJIKAWA

### Abstract

This paper investigates the so-called Bagehot Rule by R.I.Mckinnon. Contents are as follows.

- (1) Seven types of the international monetary orders
- (2) The Bagehot Rule
- (3) Passive sterilization
- (4) Exchange fluctuations vs. gold convertibility
- (5) Opposite movements between external and internal assets
- (6) The context of Michael's proposition
- (7) The "Rules of the Game" as parallel movements between external and internal assets
- (8) The "Rules of the Game" as the compliance of monetary policies with the balance of payments
- (9) Priority of the balance of payments target
- (10) Adjusting reserves by the commercial banks.